



# “ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

欧州

2018年1月12日

## 無風と思われたECB議事要旨だが

ECB議事要旨は会合が無風だと、議事要旨の公表時には市場が動くというジンクスがあるようです。今回もジンクス通り(?)、小幅ながらユーロ高、利回り上昇が見られるなど、次の点で、タカ派よりのメッセージであった印象です。

### ECB議事要旨：18年の早い時期から、フォワードガイダンスを徐々に変更の可能性

欧州中央銀行(ECB)は2018年1月11日に公表した17年12月13、14両日の会合の議事要旨で、フォワードガイダンス(将来の政策運営に関する指針)は、景気が改善する中で徐々に変化していく見通しで、今年の早い時期に見直される可能性があることを示唆しました。

なお、ECBは17年12月の会合では、量的金融緩和(QE)を月額300億ユーロに減らした上で、少なくとも18年9月まで続ける政策を再確認し、過去最低の金利を購入終了後も相当期間維持する方針を淡々と公表しました。

#### どこに注目すべきか：

#### ECB議事要旨、コアCPI、フォワードガイダンス

信じるかは別として、ECB議事要旨は会合(今回なら17年12月分)が無風だと、議事要旨の公表時には市場が動くというジンクスがあるようです。今回もジンクス通り(?)、小幅ながらユーロ高、利回り上昇が見られるなど、次の点で、タカ派(金融引き締めを選好)よりのメッセージであった印象です。

まず、景気認識が楽観的なことです。例えば、ECBは議事要旨の中で、アウトプットギャップ(実際の成長率と潜在成長率との差)がプラスに転じる時期が、過去のECBの予想に比べ前倒しされる見込みと述べています。仮にアウトプットギャップがプラスに転じれば、インフレ率上昇の期待が高まることも考えられます。もっとも、議事要旨ではアウトプットギャップのような推定値は不確実性が高い点に注意が必要と述べています。そこで、ECB以外の機関が算出しているアウトプットギャップ(の対GDP(国内総生産)比率)を参照すると、ECB同様に改善傾向を示唆している模様です(図表1参照)。

次に、2017年後半に軟調となったコアインフレ率(エネルギーなど変動の大きい項目を除外)について、議事要旨では一時的と述べられている点もタカ派よりの印象です(図表2参照)。最後に、今回の議事要旨でもっともタカ派よりの印象を受けたのは、経済指標の改善を背景に、フォワードガイダンスの

見直しを示唆した点です。なお、議事要旨には「…コミュニケーションは順序を変更しない形で、徐々に進化していく必要がある…」と述べられています。この意味を考えるため、ECBのフォワード・ガイダンスを振り返ると、政策運営については次の3点政策金利、債券購入、保有する債券の再投資、について述べられています。このうち、債券購入については18年9月まで300億ユーロ購入と具体的な表現であるのに対し、政策金利は相当期間現状維持という内容です。ECBの政策の順序としてガイダンスがより具体的なものが先に実施される印象です。

ECBの次の一手としては、主要政策金利でなく、現在マイナスとなっている預金ファシリティの引き上げが注目点と見ています。時期については債券購入の停止が見込まれる18年終わりから、19年まで利上げの予想タイミングに開きがあるようです。ECBの言葉に耳を傾ける必要性が高まっていると見ています。

図表1：(参考)ユーロ圏のアウトプットギャップ対GDP比率  
(年次、期間：2003年～2017年)



※OECD：経済協力開発機構、IMF：国際通貨基金

※OECDとIMFの推定方法等が異なるため比較には注意が必要

図表2：ユーロ圏コア消費者物価指数(CPI)の推移  
(月次、期間：2013年1月～2017年12月、前年同月比)



13年1月 14年1月 15年1月 16年1月 17年1月  
出所：ブルームバーグのデータを使用してピクテ投信投資顧問作成



ピクテ投信投資顧問株式会社

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。